

第八章 资本结构

第二节 资本结构决策分析

一、资本结构的影响因素

1. 影响因素

内部因素	通常有营业收入、成长性、资产结构、盈利能力、管理层偏好、财务灵活性以及股权结构等
外部因素	通常有税率、利率、资本市场、行业特征等

2. 具体影响

企业类型	负债水平
收益与现金流量波动大的企业（经营风险高）	负债水平低
成长性好的企业（经营风险低）	负债水平高
盈利能力强的企业（留存收益多）	负债水平低
一般性用途资产比例高，特殊用途资产比例低（资产适合抵押）	负债水平高
财务灵活性大的企业（经营风险低）	负债能力强

【提示】公司实际资本结构往往受企业自身状况、政策条件及市场环境多种因素的共同影响，并同时伴随着企业管理层的偏好与主观判断，从而使资本结构的决策难以形成统一的原则与模式。

二、资本结构决策的分析方法

（一）资本成本比较法

选择加权平均资本成本**最小**的融资方案，确定为相对最优的资本结构。

【教材例 8-1】某企业初始成立时需要资本总额为 7000 万元，有以下三种筹资方案，如表所示。

筹资方	方案一		方案二		方案三	
	筹资金额	资本成本	筹资金额	资本成本	筹资金额	资本成本
长期借款	500	4.5%	800	5.25%	500	4.5%
长期债券	1000	6%	1200	6%	2000	6.75%
优先股	500	10%	500	10%	500	10%
普通股	5000	15%	4500	14%	4000	13%
资本合计	7000		7000		7000	

其他资料：表中债务资本成本均为税后资本成本，所得税税率为 25%

将表中的数据带入计算三种不同筹资方案的加权平均资本成本。

$$\text{方案一： } r_{\text{WACC}}^{\text{A}} = \frac{500}{7000} \times 4.5\% + \frac{1000}{7000} \times 6\% + \frac{500}{7000} \times 10\% + \frac{5000}{7000} \times 15\% = 12.61\%$$

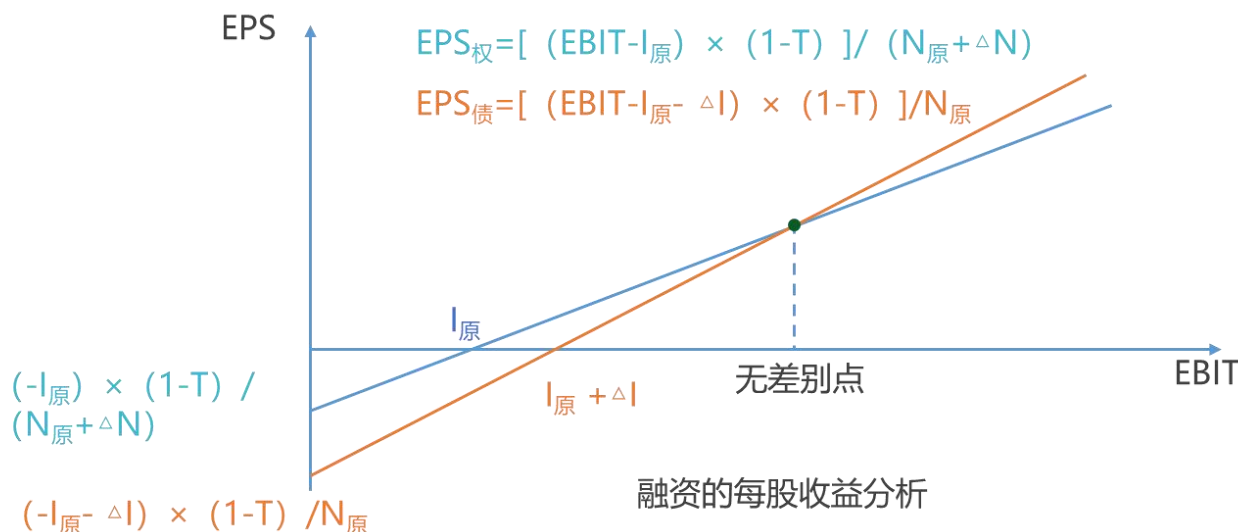
$$\text{方案二： } r_{\text{WACC}}^{\text{B}} = \frac{800}{7000} \times 5.25\% + \frac{1200}{7000} \times 6\% + \frac{500}{7000} \times 10\% + \frac{4500}{7000} \times 14\% = 11.34\%$$

$$\text{方案三： } r_{\text{WACC}}^{\text{C}} = \frac{500}{7000} \times 4.5\% + \frac{2000}{7000} \times 6.75\% + \frac{500}{7000} \times 10\% + \frac{4000}{7000} \times 13\% = 10.39\%$$

通过比较不难发现，方案三的加权平均资本成本最低。因此，在适度的财务风险条件下，企业应按照方案三的各种资本比例筹集资金，由此形成的资本结构为相对最优的资本结构。

(二) 每股收益无差别点法

要点	内容
基本观点	能提高每股收益的资本结构是合理的，反之则不够合理
关键指标	每股收益无差别点：是指每股收益不受融资方式影响的 EBIT 水平。 【链接】有时考试中会特指用营业收入来表示，则此时每股收益无差别点，是指每股收益不受融资方式影响的营业收入水平。



融资的每股收益分析

【提示】预计总的EBIT与无差别点比较

$$EPS_{\text{普}} = \frac{(EBIT - I_{\text{原}}) \times (1 - T) - PD_{\text{原}}}{N_{\text{原}} + \Delta N}$$

$$EPS_{\text{债}} = \frac{(EBIT - I_{\text{原}} - \Delta I) \times (1 - T) - PD_{\text{原}}}{N_{\text{原}}}$$

$$EPS_{\text{优}} = \frac{(EBIT - I_{\text{原}}) \times (1 - T) - PD_{\text{原}} - \Delta PD}{N_{\text{原}}}$$

每股收益的无差别点的计算公式	$[(EBIT - I_1) \times (1 - T) - PD_1] / N_1 = [(EBIT - I_2) \times (1 - T) - PD_2] / N_2$ <p>【链接】有时考试中会特指用营业收入： 利用 EBIT 的公式倒求收入即可 $EBIT = S \times (1 - \text{变动成本率}) - \text{固定成本}$</p>
决策原则	<p>(1) 当预计公司总的息税前利润大于每股收益无差别点的息税前利润时，运用负债筹资可获得较高的每股收益；反之运用权益筹资可获得较高的每股收益</p> <p>(2) 对于组合筹资方式进行比较时，需要画图进行分析。</p>

【思考】决策原则从“风险”角度如何解释？